

短観で採算悪化、利益率を圧迫の懸念

販売－仕入価格格差 8 年ぶり悪化、安売り消耗戦は制御

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/10/6 (水)

9 月の日銀短観では大企業製造業の仕入価格判断（上昇－下落）が+37 と、素原材料高騰などが反映される形で 2008 年以来の大幅上昇となった。一方で価格転嫁には制約があることで販売価格判断は+10 と出遅れており、企業の採算性（マージン）を示す販売－仕入の価格差は-27 に悪化してきた。2013 年以来の大幅マイナスで、先行き利益率の圧迫が懸念される。ただし、内需低迷でも販売価格はプラス堅持で企業の安売り消耗戦とデフレは制御されているほか、資源高やデフレ制御は良くも悪くも円安の支援材料となる。

日銀総裁、日本はコスト増をマージン縮小で吸収

「米欧での物価上昇に対し、日本の物価が弱い一因としては、川上段階から川下や消費者段階への価格転嫁力の違いがある。国際的な商品市況の上昇により、生産者段階の物価は日米欧ともに大きく上昇している。しかし、日本で速やかに価格を引き上げている企業は、一定のフォーミュラに従ってコストを転嫁する慣行が定着している素材業種が中心だ。最終需要に近い、加工業種や消費関連業種では、コストの増加をマージンの縮小によって吸収する傾向が米欧対比で強いように見受けられる」――。

日銀の黒田東彦総裁は 9 月 27 日、世界的なインフレ上昇でもなお根深い日本の物価低迷に関し、このような解説を行っている。

最新 9 月の日銀短観では、まさに仕入価格の大幅上昇に対し、販売価格は出遅れるという「コストの増加をマージンの縮小によって吸収する」傾向が再確認された。大企業製造業の仕入価格判断（上昇－下落）は+37 と前月の+29 から上昇となり、2008 年 9 月の+55 以来という高水準になっている。それに対して販売価格判断は+10 と低迷。結果、採算性を示す販売－仕入の価格差は、-27 の大幅マイナスとなった。2013 年 6 月の-28 以来、約 8 年ぶりの大幅悪化となっている。

採算悪化はタイムラグを経て、日本企業の利益率や日本株の圧迫要因となりやすい。前回の採算（価格差）悪化局面としては 2018 年 6 月の-25 があったが、日経平均株価は「4 カ月後」の同年 10 月で当時の株高トレンドが天井形成となり、12 月にかけて株安が持続した。同年 10-12 月に日経平均は、前期比騰落率（期中の安値÷前期の高値）で-22%安という大幅下落に見舞われている。

その前では 2013 年 6 月に販売－仕入の価格差が、-25 の悪化となった。当時の日経平均は「6 カ月後」の同年 12 月に高値を形成。翌 2014 年 5 月にかけて、

価格調整による下落や日柄調整による安値横這い化へと移行している。当時は 2014 年 1-3 月と 4-6 月に、日経平均はそれぞれ前期比-14%の下落となっていた。

さらに前では 2011 年 3 月に震災被害もあり、同価格差は-39 の大幅悪化となっている。当時は震災打撃などによって、日経平均は同月から同年 11 月にかけて下落基調が続いていた。今回についても日経平均は先行き再上昇の余地は残るものの、時間差を経た利益率の悪化などが上昇ペース鈍化と株安転換の潜在リスクとして注視される。

短観の「販売－仕入」価格差は、財務省・法人企業統計での全産業・経常利益とも一定の相関性が示されてきた。前回の価格差（採算）悪化である 2018 年 6 月の-25 の場合、経常利益は同期 4-6 月の前年比+17.9%で当時の最高ピークを記録。その後は採算悪化などが遅行波及する形で、経常利益は同年 10-12 月に-7.0%へと追随悪化となっている。

その前の価格差悪化である 2013 年 6 月の-28 の場合、直後に経常利益は高止まりが維持された。しかし、時間差を経た半年後の 2013 年 10-12 月の+26.6%で、天井ピーク形成から減速へと転じている。

価格転嫁遅れ、コロナ特殊要因影響で短期収束も

もっとも今回の価格転嫁の遅れについては、日本企業の長期デフレ体験などによる構造要因のほか、内外でのコロナ打撃や供給障害といった短期特殊要因も影響している。その点でいえば、現在の採算悪化は瞬間風速のインパクトこそ大きいものの、短期ショックにとどまる可能性がある。そうすると先行き利益率や株価への遅行打撃は抑制されていく。

日銀の黒田総裁も 9 月 27 日、先行きの価格転嫁に関して、「コロナ感染の流行が収束していくペース次第では、消費需要が高まっていき、更にペントアップ需要まで含めると、かなり急速に消費需要が高まっていくことが期待される」という可能性を示唆した。そのうえで「緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が解除され、対面型サービスを中心とした消費が回復してくると、早ければ年内、遅くとも来年早々に外出や外食、宿泊などが拡大し、より消費段階の価格への転嫁も容易になる」という期待感を示している。

一方で素原材料価格の高騰や供給制約については、先行き不透明感が根強い。それでも日本での感染急増から感染急減といった実績例があるほか、医薬についてはコロナ・ワクチンから治療薬への発展開発期待が高まってきた。黒田総裁は「現在は国際的な

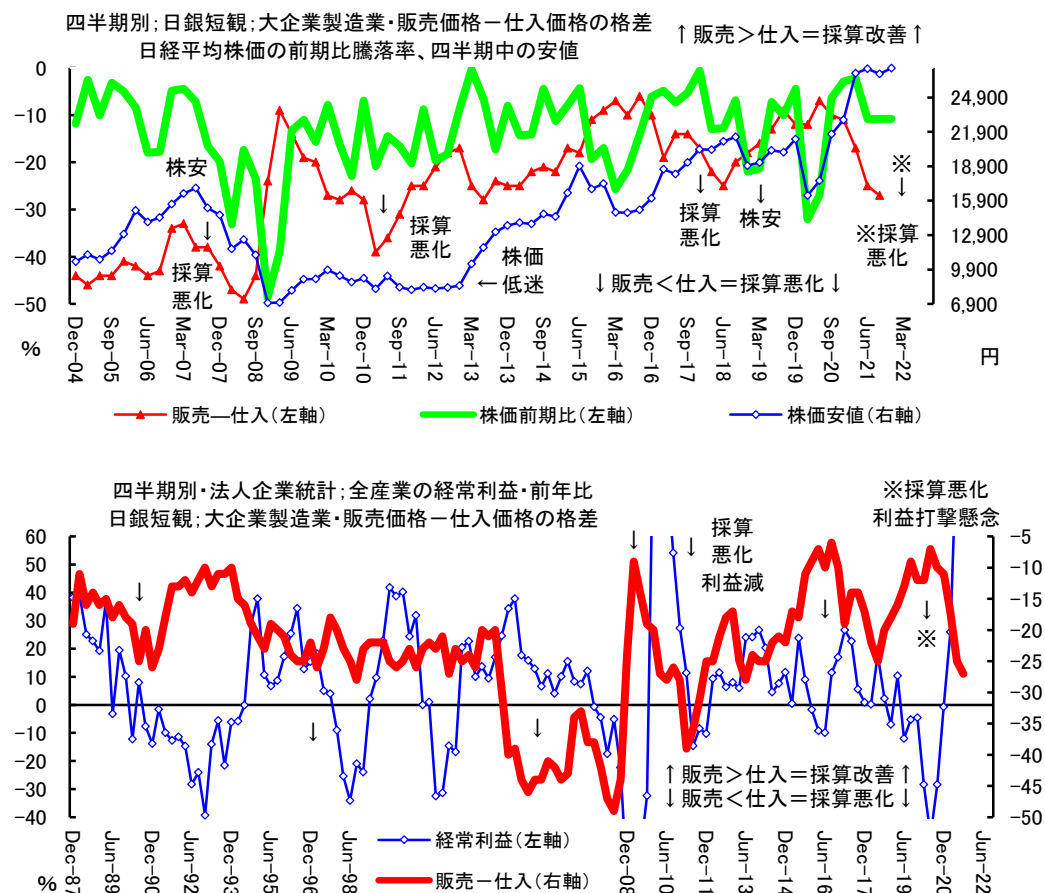
商品市況の大幅上昇や、東南アジアの感染再拡大などによる部品供給の停滞などが生産者物価（仕入価格）を大きく押し上げているが、非常に長く続くというより一時的、「来年の初めにずれ込むかもしれないが、希望的に言えば、年内に収束していく」という見立てを行っている。

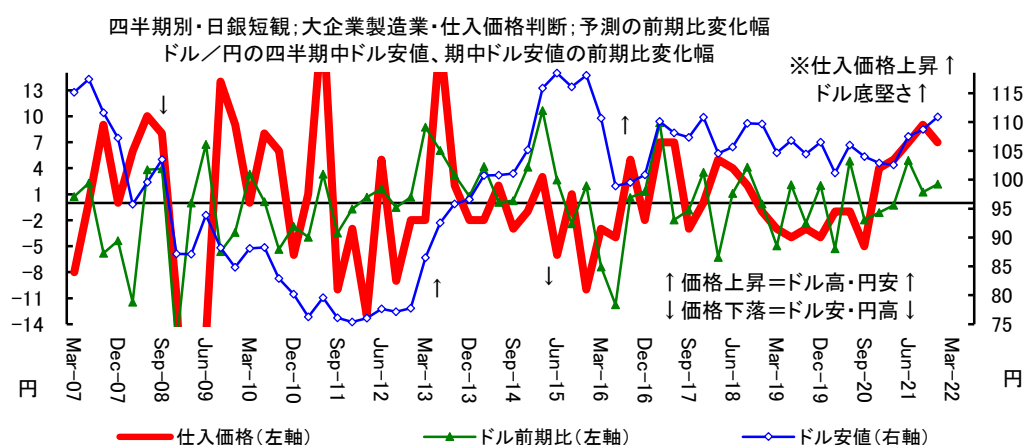
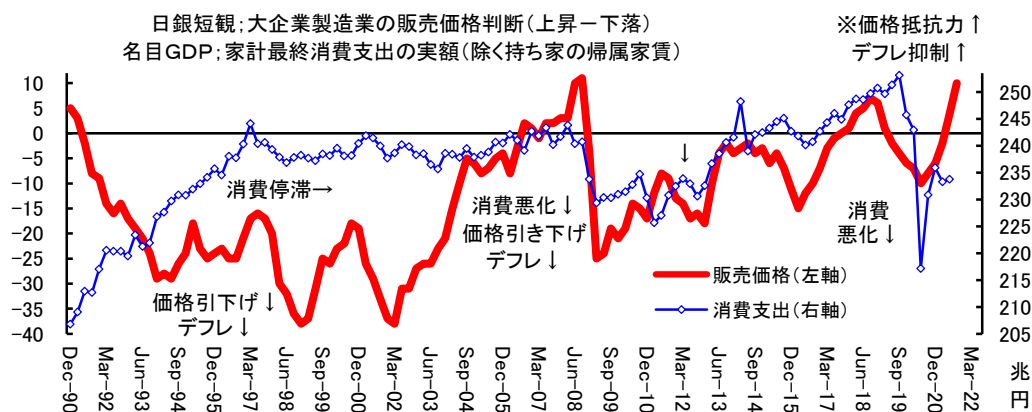
同時に9月の短観ではコロナ打撃や経済制限などによる内需低迷の持続でも、販売価格判断は+10とプラス化が堅持された。内需に関しては、国内の名目GDP実額ベースで家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）が、最新4-6月に234兆円となり、直近最高である2019年7-9月の253兆円を-19兆円も下回ったままだ。前回、同レベルに消費が低迷した2012年10-12月（233兆円）の場合、短観の販売価格は-18に大きく低下していた。そうした過去比では、内需低迷に伴う企業の安売り消耗戦と悪いデフレは制御されている。

日銀も最新の物価判断などで、コロナ感染への警戒感が続くもとでは、値下げによる集客・売上増には限界があるほか、原材料価格も上昇しているため、

「企業が値下げにより需要喚起を図る行動は広範化していない」という分析を行っている。過去の景気悪化やデフレ局面のように、消費低迷に対して企業が安売り消耗戦に走り、それが企業の収益率悪化と雇用・正規社員の削減、将来不安の増長、一段の消費委縮、デフレ・円高・株安の激化といった負のデフレ・スパイラルに至る事態は回避されている。

また、資源高などによる仕入価格の上昇は、良くも悪くも日本で円安支援の要因となる。背景としては、資源輸入の金額増価による貿易黒字減少や、海外でのインフレ昂進・金融緩和歯止め・金利上昇（内外の金利差拡大）、米国を始めとした各国の資源会社発行による社債の信用改善（リスク回避の円高後退）、日本での物価の持ち直しと実質金利低下（名目金利-物価変動率）、日本でのデフレ・円高圧力の緩和——といった複合作用がある。今回の場合、「資源輸入国」で「化石燃料依存国」である日本に関し、資源調達難や資源調達コストの高止まりが、潜在的な円安要因となる可能性も無視できない。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。